

建立健全我国上市公司退市法律制度

潘 瑜

(厦门大学法学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 上市公司退市法律制度对于保证证券市场高效有序发展具有重要作用。我国已经初步建立了上市公司退市法律制度, 但还很不完善, 运行较好的只有连续三年亏损上市公司退市这一指标。本文通过对我上市公司退市法律制度现状以及存在问题的分析, 提出了健全我国上市公司退市法律制度的对策。

关键词: 上市公司退市法律制度; 退市标准; 退市程序

中图分类号: D922.28

文献标识码: A

文章编号: 1671-8208(2007)06-0079-04

证券市场是资金融通的重要场所, 资金是稀缺性的市场资源, 要优化资金配置, 就必须把资金运用到最有效率的领域。具体说来, 证券市场的目标是为那些资产优良并需要大量资金的公司提供融资渠道, 并为有投资意愿并持有闲置资金的投资者提供低风险、高收益的投资产品。为实现这一目标, 不仅要让优秀公司进入证券市场进行筹资和交易, 同时要让已上市但不再具备交易条件的公司退出这个市场, 因此, 退市制度与上市制度应共同作为优质企业存在于证券市场的“出入口”, 来保证证券市场高效有序的发展。

一、上市公司退市法律制度的涵义及其功能

上市公司退市法律制度是指规范上市公司退市的一整套法律制度, 通常包括退市批准权限、退市法定事由和退市程序等有关退市事项的行为规范。要对退市法律制度进行研究, 首先要对退市的含义作一个界定, 对此, 我国实务界通常使用“上市终止”或“终止上市交易”来界定其含义, “上市终止是指上市公司丧失了 in 证券交易所继续挂牌交易的资格”。^[1]

建立和完善证券市场退市制度具有以下功能: 一是通过淘汰劣势企业, 把资金引导向高效的优质企业。二是能节约证券交易所的管理成本与运营成本。证券交易所的规模是有限的, 绩差公司存在于证券市场会占用有限的资源, 影响好公司上市。三是有助于完善公司的法人治理。在退市的威慑之下, 上市公司及其高级管理人员会不断改进公司的治理以提高公司业绩, 避免因管理不善而面临退市的危险。四是有利于保护投资者利益。从短期看, 退市会让部分投资者遭受损失, 但从长远看, 退市的净化功能会为投资者提供一个更安全、更高效的投资环境, 使全体投资者都受益。五是能与国际上成熟的资本市场接轨, 降低金融风险。

二、我国上市公司退市法律制度现状及其存在的主要问题

(一) 我国上市公司退市法律制度现状

《公司法》和《证券法》简单规定了退市情形以及暂停、终止、恢复上市的程序。2001 年 11 月 30 日, 证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和

收稿日期: 2007-10-10

终止上市实施办法(修订)》确立了我国上市公司退市制度的基本框架。深、沪证券交易所于2002年初分别完成了对证券交易所股票上市规则中关于“暂停上市、恢复上市和终止上市”规定的修订,逐步建立起上市公司退市缓冲机制。2003年3月18日,证监会发布了《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》对上市公司连续亏损的财务认定、退市的程序和后续工作等作出了明确规定。自2003年5月8日起,深、沪证券交易所建立了退市风险警示制度,对存在终止上市风险的股票冠以“*ST”标记。2004年3月,深、沪证券交易所和中国证券登记结算公司分别拟定了《证券上市协议》补充协议和《证券登记及服务协议》补充协议,约定了上市公司股票终止上市后进入代办股份转让系统的相关事宜。^[2]2006年11月29日深圳证券交易所发布了于2007年1月1日起施行的《中小企业板股票暂停上市终止上市特别规定》主要针对中小企业板股票增加了7项新的退市指标。

迄今为止,我国上市公司退市制度初步确立了上市公司退市的标准和退市程序,尤其对连续3年亏损上市公司退市作出了详细规定,明确了退市决定权属于证券交易所,初步建立了上市公司退市缓冲机制,退市预警制度等,并确立了上市公司退市过程中的强制信息披露制度,建立了代办股份转让系统。

(二)我国现行上市公司退市法律制度自身的不完善及其在实施过程中存在的问题

1. 我国现阶段仍以强制退市为主,退市规则比较粗糙,可操作性差,只详细规定了连续3年亏损这一退市情形,其他退市情形则缺乏配套规定。这在政策取向上给人以一种错觉,即似乎只有连续亏损3年以上公司才有可能被终止上市,而对于造假上市、虚构利润、虚假信息披露等严重违法违规的上市公司,只要不是3年连续亏损就可以避免退市。同时,我国重大违法行为退市的具体实施办法还未出台,对“重大违法行为”的认定无确切标准,这使得在处理退市问题时,监管部门可以运用自由裁量权,对“重大违法行为”作出伸缩性理解,来使违法公司逃脱退市命运。

2. 《实施办法(修订)》规定被暂停上市的亏损公司,若能在半年内恢复赢利,则可申请恢复上市。这一程序设计旨在使上市公司能真正从完善公司治理结构出发来进行重整,但实践中,亏损上市公司往往为了保住其“壳资源”而采取大股东关联交易、政府补贴和利用会计准则不完善来通过“报表”重组改善公司业绩,非经常性收益构成当期利润的重要来源。同时,对于国有控股上市公司以及作为政府纳税大户的上市公司而言,地方政府往往在重组问题上表现得比较积极,不仅导致国有资产流失,也造成了不公平的退市环境,使一些缺乏政府背景的公司重组难度较大,如ST水仙就因其大股东是集体性质,无法享受“挂帐停息”的优惠,最终导致重组失败。^[3]

3. 从退市程序来看,主要强调证监会以及各交易所如何作出暂停上市、终止上市决定,忽略了公司的权利,退市程序行政色彩浓。在我国,当上市公司出现退市标准的某一情形时,通常由交易所启动摘牌程序。而大多数国家虽然规定了摘牌的标准,但当上市公司出现这些标准情形时,并不必然马上作出摘牌决定,而是给予上市公司解释或申辩机会或提出整改计划,若交易所认为上市公司理由合理或整改计划切实可行,那么上市公司则可能在应被摘牌情况下继续维持上市资格。同时,在交易所作出停止发行人在市场交易决定后,也同样赋予了公司相应申诉和抗辩权。而我国对退市程序规定得过于简单,对公司权利的保护机制缺失。

三、完善我国上市公司退市法律制度的建议

(一)改善上市公司退市宏观环境,建立健全相关配套法律制度

1. 完善我国的发行、上市规则,实现发行、上市市场化

我国股票发行方式最早是额度制,在这一制度下,能获准上市的公司数量有限,上市成本高,“壳资源”极其珍贵。现阶段,我国股票发行实施主承销商制,但主承销商数量有限使得其在推荐上市公司数量上仍有限制,从长远看,将无法满足不同发展的证券市场的需要,因此,可以逐步放开数量和所有制限制,尝试实行核准制。核准制的

核心内容是, 公司披露其真实情况, 证券监管部门或交易所只对其是否具有发行资格以及其提供的信息的真实性进行形式审查, 其余都交给中介机构、投资者等市场参与主体自行判断, 各负其责。核准制行政干预少, 符合市场化发展要求, 可降低证券市场进入成本, 为“保壳”而进行的“报表性”重组也会随之减少。

2 建立多层次的交易市场体系, 恢复场外交易市场, 为退市提供通道和出口

在证券市场发达的国家, 证券市场是一个体系健全的“梯级市场”, 包括主板市场、创业板市场、店头交易市场、第三市场以及第四市场, 通常所说场外交易市场多指店头交易市场。我国现阶段发展较成熟的只有主板市场, 真正意义的创业板还未建立, 证券只能在交易所发行、交易, 上市公司退市后, 其股票无法流通转让。为妥善解决 NET 和 STAQ 系统遗留公司股份的流通和承接主板退市企业, 我国推出了代办股份转让系统, 股份转让公司可以且只能与一家证券公司签定委托协议, 委托其办理股份转让。代办股份转让为退市股票提供了一个新的交易平台, 但与场外交易市场相比, 存在许多不足之处: 其一是代办股份转让系统只接受退出主板市场的公司, 未达到主板上市标准的公司无法进入这一交易市场, 使该系统规模小; 其二, 场外交易市场允许发行证券融资, 但代办股份转让系统只能转让证券, 无法进行融资。这就使得进入代办股份转让系统的公司很难通过重组改善其质量。因此, 应通过代办股份转让系统的过渡, 最终建立场外交易市场, 使得该市场中不仅有退市公司, 还有大量符合一定“准入”条件, 按规定程序进入的其他股份公司。

(二) 上市公司退市制度自身的完善

1 进一步细化我国上市公司退市标准, 增强其确定性和可操作性

上市公司退市标准包括数量性标准(市值标准等)和质量性标准(重大违法行为等)。数量标准可操作性强, 人为操纵因素小。因此, 我国退市标准应以数量标准为主, 质量判定标准为辅。在具体退市标准设计上, 应进一步细化除亏损企业退市以外的公司法规定的其他退市情形, 并借鉴国外实践, 增加新的退市标准, 建立完整的退市标

准体系。现行《公司法》规定了四种退市情形: 公司股本总额、股份分布发生变化, 不具备上市条件; 公司不按照规定公开其他财务状况, 或对财务会计报告作虚假记载; 公司有重大违法行为; 公司最近三年连续亏损。除三年连续亏损退市外, 其他三种情形都规定得过于笼统, 因此应进一步细化。如“公司股本总额、股份分布发生变化, 不再具备上市条件”可细化为: (1) 公司因股份回购、注销或并购行为导致其股份总额少于人民币 5000 万元; (2) 连续 90 个交易日持有股票面值达人民币 1000 元以上的股东人数少于 1000 人, 并且在证券交易所发出预警通知后的 90 个交易日内仍未消除以上情形。其他两种情形也可以列举方式予以细化, 而《公司法》规定的“公司最近三年连续亏损”这一退市标准, 因实践中已有详细规定, 可继续适用。^[4]

除细化公司法规定的四种情形外, 还可借鉴国外经验, 适当增加若干退市标准。美国 NYSE、东京证券交易所等均将股东权益、每股市值以及股票成交量等作为退市标准。对此, 我国深圳证券交易所的《中小企业板股票暂停上市终止上市特别规定》较之以往规定, 也增加了股东权益、每股市值以及股票成交量等退市标准, 可操作性强, 如公司股票连续二十个交易日, 每日收盘价均低于每股面值而被实行退市风险警示后九十个交易日内, 没有出现连续二十个交易日公司股票每日收盘价均高于每股面值的, 则责令其终止上市。但这些新指标仅适用于中小企业, 而不适用于其他公司。因此, 应逐步扩大其适用范围, 争取让所有上市公司都适用这些指标。此外, 有必要引进自愿性的退市标准, 即当公司发现继续保持上市交易地位已经不利于公司自身发展时, 公司完全可以自行决定退市, 但是股东大会决议申请退市必须对股东资格和表决程序作更加严格规定。当然, 各证券交易所可根据自身需要合理地拟订退市规则, 但不得与法律法规相违背。

2 进一步完善退市程序, 赋予公司更多权利

首先, 在作出摘牌决定前, 可以给上市公司弥补的机会, 对此, 可以借鉴纽约证券交易所的做法。当上市公司出现不能维持上市条件的事由时, 交易所通知上市公司, 上市公司可提出在一定

期限内将要采取的可满足持续上市条件的重整计划,由交易所对计划进行评估和审查,若认为该计划可行,则允许该公司继续上市;若认为不可行,则可直接作出暂停上市或终止上市决定。当然,在重整期间,证券交易所应对公司计划的执行情况进行动态跟踪,在重整期满后,再根据财务专家的评估报告,决定是否予以退市。

其次,为保护上市公司自身权利以及投资者利益,应赋予上市公司对退市决定提出异议的权利,可借鉴美国 NASADAP 的做法,增加听证制度。证券交易所设立听证委员会,当出现被暂停上市或终止上市、交易所不批准上市公司的重整计划等法律或证券监管部门以及交易所规定的事由时,上市公司可提出听证请求。为提高效率,提起听证请求具有时效性,若逾期不提起的,则视为放弃听证请求。若上市公司对听证会所做的裁决不服的,可申诉至证监会,由证监会作出最终裁

决。只有作这样的规定,才能切实保护上市公司的程序性权利,并逐步向国际证券市场靠拢。

参考文献

- [1]井涛. 退市法律研究[M]. 1版. 上海: 上海交通大学出版社, 2004
- [2]顾肖荣. 证券法教程[M]. 北京: 法律出版社, 1999
- [3]甘功仁, 杨益. 完善我国上市公司退市制度[J]. 证券市场, 2004(12).
- [4]肖明, 杨健. 中美证券市场退市机制比较研究[J]. 煤炭经济研究, 2005(9).
- [5]余景美. 关于我国退市标准的法律反思[J]. 经济师, 2004(5).

责任编辑: 李惠奇
栏目负责人: 彭成洪